

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_

学号: 15620070153727

UDC\_\_\_\_

厦门大学

博 士 学 位 论 文

异质信念、机构投资者与  
股市暴涨暴跌现象研究

Heterogeneous Beliefs, Institutional Investors,

Bubbles and Crashes

张贻军

指导教师姓名: 陈国进教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩时间: 2010 年 6 月

学位授予日期: 2010 年 7 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

近三十多年来,全球中央银行在维持物价稳定方面取得了巨大的成功,恶性通货膨胀似乎已成历史,但金融危机和经济危机的发生不但没有减少甚至消失,反而呈愈演愈烈态势。纵观最近的若干次金融危机,均表现出共同的特征:即先是以股票和房地产为主要代表的资产价格大幅暴涨,随后价格暴跌造成了金融体系的不稳定和实体经济严重衰退。资产价格大幅波动开始成为继通货膨胀之后影响宏观经济稳定的又一重大因素。而随着我国股票市场规模的不断扩大,股市的暴涨暴跌对我国宏观经济稳定的影响将日益深化。因此,对于我国股市暴涨暴跌现象的研究无疑具有非常重要的现实意义。本文在卖空限制的制度背景下,从异质信念和机构投资者两个角度揭示了我国股市频繁发生的暴涨暴跌现象背后的微观机理。

本文首先介绍了股市暴涨暴跌的定义和特征,分别阐述了基于理性预期均衡框架和行为金融学框架的暴涨暴跌现象理论,并综合回顾了异质信念及机构投资者与股市暴涨暴跌关系的研究成果,为本文的后续研究提供了必要的背景知识。

接着,本文分别研究了异质信念与我国股市暴涨(泡沫)现象以及我国股市暴跌(崩盘)现象的相互关系。研究发现,我国投资者信念的演变是我国股市暴涨暴跌现象频繁发生的主要驱动因素。我国投资者搏差价的行为动机导致我国股票价格含有越来越高的再售期权价值,进而推动我国股市投机性泡沫的不断膨胀。对比引起泡沫的另一条路径——通胀幻觉,异质信念所起到的作用更强。而信念的演变最终会导致股市泡沫的破裂,且前期投资者的异质信念程度越大,未来股市暴跌的可能性也就越大。

最后,在统一的分析框架下,本文深入探讨了机构投资者在我国股市暴涨暴跌周期中的影响机制。实证结果表明,随着散户非理性投资热情对大盘的不断推高,出于利用散户噪音交易者情绪可博取最大化收益以及担心同其他机构联合做空泡沫往往会失败等的考虑,机构投资者往往会逐渐提高持股比例,推动市场泡沫的进一步膨胀,继而在泡沫顶部前的不断减仓导致了我国股市的暴跌,因此机构投资者是我国股市暴涨暴跌现象的助推器。

本文的创新点主要有三个方面:(1)首次利用动态剩余收益模型估计我国股票市场泡沫,并分析了再售期权假说和通胀幻觉假说对我国股票市场投机性泡

沫的推动作用；（2）首次系统探讨了我国股市暴跌现象的特征以及异质信念对股市暴跌的影响机制；（3）首次使用更为全面准确的日度机构持股数据对我国机构投资者与股市暴涨暴跌现象的关系进行研究，以全新视角探讨了机构的稳定市场功能，并对著名的噪音交易者风险理论假说和一致性风险理论假说进行了检验分析。

**关键词：** 异质信念；机构投资者；暴涨暴跌

厦门大学博硕士论文摘要库

## **Abstract**

In the past 30 years, the world's central banks have made a huge success in maintaining price stability, with hyper-inflation seeming to have become history, but the financial crisis and economic crises tend to become more frequent rather than decrease or disappear. Recent financial crises have been characterized by the huge rise of prices of stock and real estate as the main representative of assets and the resulted instability of the financial system and severe recessions of the real economy. Fluctuations in asset prices started to become another major factor influencing macroeconomic stability besides inflation. In China, with its stock market keeping expanding, the impact of booms and crashes of its stock market on its macroeconomic stability will certainly be increased. So research into stock market's bubbles and crashes has great significance and practical values in the healthy development of china's stock market and china's economy. Placed in the institutional background of limited short sales, this paper studies systematically the micro-mechanism of the bubbles and crashes from the perspectives of heterogeneous beliefs and institutional investors.

Starting with the bubbles and crashes' definition and characteristics, this paper reviews the related literature about bubbles and crashes based on the framework of rational expectations equilibrium and the framework of behavioral finance separately. Also, this paper provides a comprehensive review of the relationship between heterogeneous beliefs, institutional investors and the bubbles and crashes. All this provides necessary background knowledge for our following research work.

Then this paper examines the relationship between heterogeneous beliefs and the bubbles and crashes of china's stock market. It is found that the evolvement of investors' opinions is the main driving force of the bubbles and crashes of China's stock market. The exploration of empirical evidence indicates that resale option induced by heterogeneous beliefs and inflation illusion better accounts for China's stock bubbles than inflation illusion does. And also this paper argues that the heterogeneous beliefs can forecast the crash of individual stock price and market price



in Chinese stock market, since the crash phenomenon is more likely to occur when the more serious heterogeneous beliefs exist among investors.

Finally, in a unified analytical framework, this paper investigates the relationship between institutional investors and China's stock market boom and crash cycles. The empirical results show that when individual investors' irrational sentiment causes the bubbles, institutional investors continue to actively invest in the overvalued stocks and help to blow the bubbles, because they do not expect other institutions to sell massively, or because they anticipate future demand from noisetraders. Then they reduce holding before the bubble burst, thus leading to the crash of the stock market. Therefore, institutional investors are the main driver of the bubbles and crashes.

The innovation of this paper lies in the following aspects. First, this study is the first attempt to evaluate the bubbles of China's stock market using the dynamic residual income valuation model based on the vector-autoregressive and log-linear asset pricing framework, and it is the first empirical research on resale option hypothesis and inflation illusion hypothesis in China; Second, this paper analyses the characteristics of the crashes of China's stock market and the mechanism that heterogeneous beliefs influence the crashes; Third, this paper is the first investigation in China into the relationship between institutional investors and the boom and crash cycles of China's stock market using the unique daily data about institutions, and also it further examines the well-known noise-trader risk hypothesis and synchronization risk hypothesis.

**Key Words:** Heterogeneous Beliefs; Institutional Investors; Bubbles and Crashes

## 目 录

第一章 导 言 .....	1
1.1 研究现状与研究意义 .....	1
1.2 主要内容和章节安排 .....	4
1.3 本文创新点 .....	5
第二章 暴涨暴跌现象理论研究和实证研究文献述评.....	8
2.1 暴涨暴跌的定义和特征 .....	9
2.2 基于理性预期均衡框架的暴涨暴跌现象文献述评 .....	10
2.3 基于行为金融学框架的暴涨暴跌现象文献述评 .....	15
2.4 异质信念与暴涨暴跌现象文献述评 .....	16
2.5 机构投资者与市场稳定关系文献述评 .....	20
第三章 再售期权、通胀幻觉与我国股市泡沫现象研究.....	31
3.1 股市泡沫的理论模型与研究假说 .....	33
3.2 我国股市泡沫的估计模型选择 .....	37
3.3 再售期权、通货膨胀与我国股市泡沫实证分析 .....	40
3.4 本章结论 .....	47
第四章 异质信念与我国股市的暴跌现象研究.....	49
4.1 股市暴跌的理论模型与研究假说 .....	50
4.2 我国股市暴跌现象的实证设计 .....	53
4.3 我国股市暴跌现象的实证分析 .....	57
4.4 本章结论 .....	62
第五章 机构投资者与我国股市的暴涨暴跌现象研究.....	64
5.1 机构投资者与我国股市暴涨暴跌现象的研究设计 .....	67
5.2 机构投资者与我国股市暴涨暴跌现象的实证结果分析 .....	70
5.3 对机构投资者推动股市暴涨暴跌的原因初探 .....	79
5.4 本章结论 .....	82
第六章 主要结论和政策建议 .....	84
6.1 主要结论 .....	84
6.2 政策建议 .....	85
6.3 进一步研究方向 .....	87
参考文献 .....	88
读博期间科研成果 .....	96
后记 .....	97

厦门大学博硕士论文摘要库

## CONTENTS

<b>Chapter 1</b>	<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1	Research Progress and Research Significance .....	1
1.2	Research Framework, Research Methods .....	4
1.3	Main Contributions .....	5
<b>Chapter 2</b>	<b>Review of Bubbles and Crashes Theory and Empirical</b>	
	<b>Researches.....</b>	<b>8</b>
2.1	Bubbles and Crashes' Definition and Characteristics .....	9
2.2	Review of Bubbles and Crashes based on the Framework of Rational Expectations Equilibrium .....	10
2.3	Review of Bubbles and Crashes based on the Framework of Behavioral Finance .....	15
2.4	Review of Heterogeneous Beliefs and Bubbles and Crashes.....	16
2.5	Review of Institutional Investors and Market stability.....	20
<b>Chapter 3</b>	<b>Resale Option, Inflation Illusion and China's Stock</b>	
	<b>Market Bubbles .....</b>	<b>31</b>
3.1	Theories and Hypothesis on Stock Market Bubbles .....	33
3.2	Model Used to Estimate The Speculative Bubble in China.....	37
3.3	Empirical Study on Resale Option, Inflation Illusion and China' Stock Market Bubbles.....	40
3.4	Summay .....	47
<b>Chapter 4</b>	<b>Heterogeneous Beliefs and China's Stock Market</b>	
	<b>Crashes.....</b>	<b>49</b>
4.1	Theories and Hypothesis on Stock Market Crashes .....	50
4.2	Research Design on China's Stock Market Crashes.....	53
4.3	Empirical Analysis of China's Stock Market Crashes.....	57
4.4	Summary.....	62
<b>Chapter 5</b>	<b>Institutional Investors and the Bubble and Crash</b>	
	<b>Cycles of China's stock market.....</b>	<b>64</b>
5.1	Research Design on the Bubble and Crash Cycles of China's stock market.....	67
5.2	Empirical Analysis of China's Stock Market Crashes.....	70

5.3 Preliminary Investigation about Mechanisms that Institutional Investors Drive China's Stock Market Bubbles.....	79
5.4 Summary.....	82
<b>Chapter 6 Conclusion and Related Policy Advice .....</b>	<b>84</b>
6.1 Conclusion .....	84
6.2 Related Policy Advice .....	85
6.3 Further Study .....	87
<b>Reference .....</b>	<b>88</b>
<b>The Outcomes of My Research .....</b>	<b>96</b>
<b>Acknowledgement.....</b>	<b>97</b>

## 第一章 导言

### 1.1 研究现状与研究意义

近三十多年来,全球中央银行在维持物价稳定方面取得了巨大的成功,恶性通货膨胀似乎已成历史,但金融危机和经济危机的发生不但没有减少甚至消失,反而呈愈演愈烈态势。纵观最近的若干次金融危机,不管是在爆发在发达国家如日本、美国,还是在出现在新兴市场如东南亚地区、拉美地区,均表现出共同的特征:即先是以股票和房地产为主要代表的资产价格大幅暴涨,随后价格暴跌,造成了金融体系的不稳定和实体经济严重衰退。因此,资产价格大幅波动开始成为继通货膨胀之后影响宏观经济稳定的又一重大因素。相对于发达国家的股票市场,我国股市暴涨暴跌现象的发生更加频繁,自股市建立起的短短十八年期间,我国股市已经历八轮暴涨暴跌(如图 1.1),个股大起大落更是司空见惯。尽管迄今为止股市的暴涨暴跌仍未给我国经济体造成严重冲击,但随着我国股市规模的迅速壮大,通过财富效应、托宾 Q 效应等传导路径,股市的暴涨暴跌对我国宏观经济稳定的影响将日益深化。

另外,机构投资者的崛起是全球金融体系近三十年来最重大的变化之一,投资者机构化已经成为国内外证券市场发展的基本趋势。据 OECD 统计,从 1990 年到 2003 年,OECD 国家的机构投资者管理的资产增长了近 3 倍,截止到 2003 年底,OECD 国家的机构投资者管理的资产已经超过 45 万亿美元,是同期所有 OECD 国家 GDP 总和的 1.5 倍。自 2003 年我国证监会提出“大力发展机构投资者”战略以来,我国以证券投资基金为代表的机构投资者迅猛发展,逐渐成为我国证券市场的一只重要力量。据 Wind 数据库统计,截至 2007 年底,证券投资基金、保险公司等机构投资者持股市值占 A 股总流通市值的 30%之多。机构投资者的交易行为对国内和国外证券市场的稳定产生越来越重要且深远的影响。

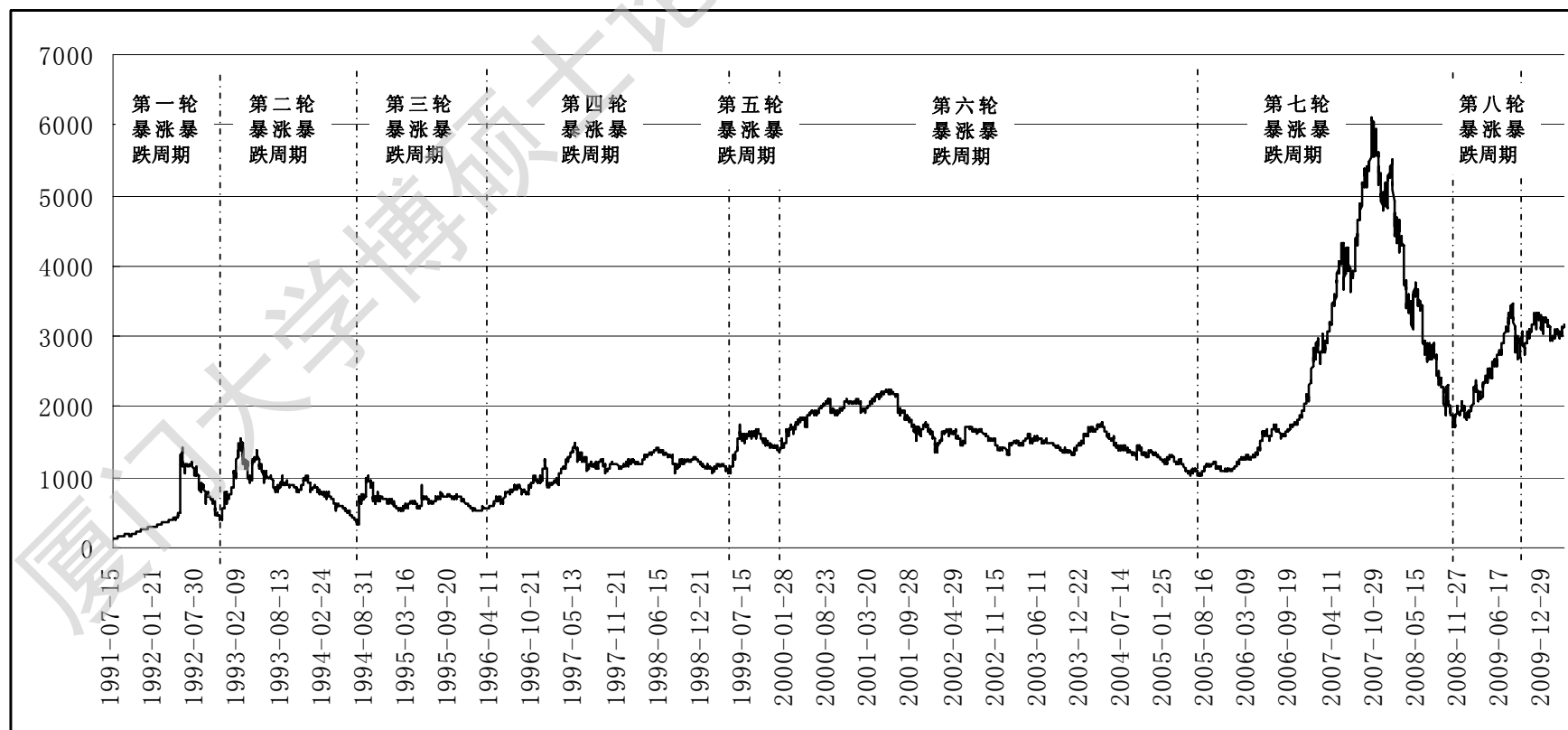
与此同时,过去三十年越来越多的实证研究发现,资产市场存在许多传统资产定价理论无法解释的金融异象(如股市暴涨暴跌)。为了对金融异象做出合理的解释,大量学者开始放松传统资产定价模型中的基本假设——同质信念(Homogeneous Beliefs),从异质信念(Heterogeneous Beliefs)角度探寻资产定价新的规律。基于卖空限制和异质信念的资产定价理论研究和实证研究已经成

为 21 世纪国际学术界的一个重要研究前沿和研究热点。与国外市场相比，卖空限制和异质信念更好地刻画了我国股票市场的基本特征，一方面，散户在我国股市投资者中占了主要比重，由于教育水平、年龄、收入水平的差距，投资者的异质信念比国外市场更为严重。另一方面，迄今为止，我国仍严格禁止卖空交易，即使很快推出卖空机制，也可以预见在未来较长时间内，由于政府管制或者市场摩擦等原因，我国投资者仍面临较高的卖空成本。

在这样的背景下，深入挖掘异质信念和机构投资者对股市暴涨暴跌现象的影响机制，不但可以为检验主流的异质信念理论提供了很好的“实验场”：通过对我国禁止做空的股票市场中风险资产价格的研究，可以更清晰发现在西方成熟市场中不容易发现的规律，丰富金融经济学理论研究；而且有利于市场参与者的投资决策和风险管理，对于我国政府部门加强股票市场的宏观和微观审慎监管，维持金融稳定和宏观经济稳定也具有重要参考价值。

图1.1 我国的上证综指走势图

带格式的：字体：宋体，加粗



资料来源： WIND 资讯。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库